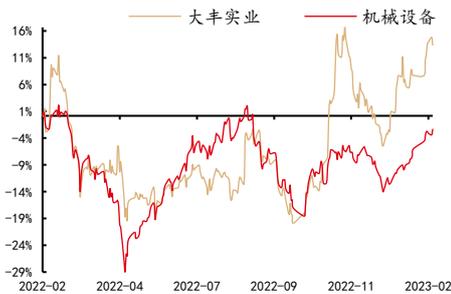


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.22
总股本/流通股本(亿股)	4.10 / 4.04
总市值/流通市值(亿元)	62 / 61
52周内最高/最低价	15.22 / 9.89
资产负债率(%)	62.7%
市盈率	15.85
第一大股东	丰华
持股比例(%)	23.4%

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com

大丰实业(603081)

乘疫后复苏东风，开启大丰 2.0 时代

● 投资要点：

1) 文体装备主业受益疫后复苏，长期受益文体装备行业渗透率提升。公司于 1991 年成立，以文化场馆视听器材业务起家，逐步发展成为文体旅集成解决方案提供商。目前收入结构中文体装备业务占比约 80%。公司过去业绩表现来看收入和利润均保持稳健增长，公司营业收入从 2017 年的 17.07 亿元增长至 2021 年的 29.59 亿元，CAGR 为 14.74%；公司归母净利润从 2017 年的 2.29 亿元增长至 2021 年的 3.91 亿元，CAGR 为 14.31%。2022 年疫情及年末放开后短期影响导致当年业绩有所下滑，也是公司近 10 年首次负增长。短期来看，疫情放开后文体设施需求提升，各地开工加快，新增招标项目数量有望高增。中长期来看，政策支持文化产业赋能乡村振兴，文体设施需求下沉，全国十四五期间文体设施总投资规模有望高增。我们预计 2023 年文体装备业务收入约 30 亿，利润率维稳，中长期有望保持较快增长。

2) 积极拓展文体行业运营业务，全面开启大丰 2.0 时代。大丰 1.0 时代是装备制造时代，公司加快拓展运营市场，开启大丰 2.0 时代，实现装备制造商到文体旅产业集成解决方案提供商的转变，公司的拓展是从文体装备行业进入到文体旅行业的全产业链横向拓展，横向是板块的拓展，从文体行业延伸到旅游板块，同时顺应消费升级趋势，行业迎来数字化变革，泛文化领域的消费场景增多，纵向是产业链的延伸，由场馆设计和装备集成向内容策划和运营全产业链延伸。公司装备业务和运营业务在渠道和专业能力上形成良好协同，基于长期深耕装备业务，公司对场馆运营有深刻理解并积累了较多项目经验，相较于政府作为运营主体，公司具备更强的管理能力和资源对接能力，竞争优势较为突出。公司储备运营项目数量较多，疫情后有望迎来陆续释放。

3) 构建文体+旅完整版图，数艺科技业务长期受益产业数字化趋势。公司数艺科技业务现阶段主要以旅游行业装备制造和内容策划为主，公司深耕文体行业，基于装备研发生产和交付优势，逐步从文体行业向文体旅产业一体化发展，受益旅游行业疫情后需求回暖。公司数艺科技业务跟踪订单较多，疫情后有望迎来持续释放。公司数艺科技竞争优势主要体现在项目经验和装备集成能力上，在过往的项目中，比较有代表性的是 2021 年中标海口市国际免税城项目，单个项目中标金额达 2.33 亿，杭州“今夕共西溪”项目实现了从设计到施工，从内容策划到装备集成和运营的全产业链打通。中长期来看，疫情加速了文旅产业的数字化趋势，数字化旅游和演艺形态逐渐兴起，旅游行业对于数字化装备和内容策划需求有望保持高速增长，市场空间广阔，公司数艺科技业务有望充分受益于文体旅行业数字化趋势。

盈利预测与估值：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 28.82 亿、38.85 亿、49.30 亿，同比增速分别为-2.57%、34.78%、26.89%，实现归母净利润 3.35 亿、5.44 亿、7.42 亿，同比增速分别为-14.3%、62.3%、36.5%。考虑到文体旅行业疫后复苏，政策驱动下长期景气度的回升，以及公司在深耕装备主业的基础上积极进行文体旅全领域、全产业链的延伸拓展，长期成长空间广阔，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：数艺科技业务拓展不及预期风险、运营业务拓展不及预期风险、疫情反复风险、行业竞争加剧风险、政策变动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2959	2882	3885	4930
增长率(%)	17.91	-2.57	34.78	26.89
EBITDA（百万元）	521	526	764	986
归属母公司净利润（百万元）	391	335	544	742
增长率(%)	24.61	-14.30	62.28	36.51
EPS（元/股）	0.95	0.82	1.33	1.81
市盈率（P/E）	15.95	18.62	11.47	8.40
市净率（P/B）	6.38	7.00	8.32	10.13
EV/EBITDA	12.47	12.98	8.68	5.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 大丰实业：文体装备龙头企业，延伸拓展再出发	5
1.1 公司主业聚焦文体板块，向集成方案解决商迈进	5
1.2 文体装备业务是核心，拓展新业务提升盈利能力	5
1.3 股权结构较为集中，实施股权激励激发成长活力	8
2 文体装备业务受益疫后复苏，中长期受益需求下沉.....	9
2.1 文化产业发展迅速，对 GDP 贡献占比不断提升	9
2.2 文化产业赋能乡村振兴，政策驱动文体产业发展提速.....	10
2.3 科技赋能乡村旅游发展，助力旅游行业加快复苏	13
3 数艺科技和运营业务拓展加快，有望成为新增长极.....	15
3.1 公司装备业务基础强，文体旅产业一体化延伸拓展.....	15
3.2 数艺科技业务增长迅速，文体+旅完善版图布局	17
3.3 切入泛文化综合体运营市场，全产业链快速打通	18
4 盈利预测与估值.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 相对估值.....	20
5 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 大丰实业发展历程.....	5
图表 2: 大丰实业营收构成 (亿元)	7
图表 3: 大丰实业各业务毛利率情况	7
图表 4: 大丰实业营收、归母净利润及同比增速	7
图表 5: 大丰实业毛利率及净利率	7
图表 6: 大丰实业期间费用率情况	8
图表 7: 大丰实业股权结构 (截止 2022.9.30)	8
图表 8: 大丰实业股权激励计划	9
图表 9: 中国规模以上文化及相关产业企业营业收入统计	10
图表 10: 中国规模以上文化及相关产业企业营业收入占 GDP 的比例	10
图表 11: 中国文化产业营收结构	10
图表 12: 全国平均每万人群众文化设施建筑面积	11
图表 13: 中国文艺表演场馆数量	12
图表 14: 中国体育场馆数量	13
图表 15: 国内旅游发展情况	14
图表 16: 北京冬奥会火炬地面核心装置有公司提供	15
图表 17: 公司历年订单和收入情况	16
图表 18: 公司研发投入情况	16
图表 19: 雅加达亚运会—“杭州时间” 智能舞屏	17
图表 20: 无锡“拈花一笑”	17
图表 21: 公司数艺科技业务营收及毛利率	18
图表 22: 杭州金沙湖大剧院	19
图表 23: 杭州临平大剧院	19
图表 24: 可比公司估值表	20

1 大丰实业：文体装备龙头企业，延伸拓展再出发

1.1 公司主业聚焦文体板块，向集成方案解决商迈进

公司是国内领先的文体旅产业整体集成方案解决商，集文体旅创新科技和文体旅赋能服务于一体的平台企业，现阶段主营收入以文体板块的装备业务为主，正在积极拓展内容策划和运营服务业务，以及文体+旅板块的全面布局。公司战略聚焦文化、体育、旅游产业，创新科技，打造文体旅核心科技装备和系统；赋能服务，提供文体旅空间的策划、创意、智造、投资、运营服务。

从公司发展历程来看，成立至今 30 年的时间从最早的器材公司快速发展壮大为现在的文体旅集成解决方案提供商。公司前身是余姚市视听器材厂，成立于 1991 年，公司具备文体行业的舞台和场馆设计及设备研发能力，连续 25 年创制央视春晚舞台系统。2004 年承揽雅典奥运会 7 个主场馆。2013 年规划建设文体创意及装备制造产业园，装备和内容业务双轮驱动，文体+旅一体化布局。

图表1：大丰实业发展历程



资料来源：大丰实业公司官网，中邮证券研究所

1.2 文体装备业务是核心，拓展新业务提升盈利能力

公司主营业务包括文体科技装备、数字艺术科技、轨道交通装备、文体运营业务等。公司拥有行业领先的创意、研发、试制、生产和检测基地（或研究院），综合实力雄厚。尤其在智能舞台领域，通过多年品牌服务积累和技术创新沉淀，公司已成为行业龙头，在国内文体装备高端市场具有较高市占率。

公司核心竞争力在于两方面，一是大型项目经验，二是设备研发和策划设计能力。首先在项目经验方面，公司深耕文体行业多年，国内外项目经验丰富。连续 25 年创制央视春晚舞台系统；参与建党百年文艺演出舞台装备；用绿色科技点燃北京冬奥会主火炬；以智能科技打造杭州国家版本馆；参与 G20、金砖、上合、互联网大会等国际重大活动；参建北京城市副中心剧院、江苏大剧院等文化地标，承揽全国大多数中高端文化场馆；参与顶级赛事，奥运、世界杯、F1、亚运、全运；以科技和创新内容打造首个文商旅综合体中的数字秘境-全球最大免税

城海口国际免税城。为 5 大洲，100 多个国家地区，打造 3000 多个经典项目。其次在设备研发和设计能力方面，公司竞争优势明显，公司过去主导制定了 17 项国家和行业标准，累计获得专利 1000 多项，发明专利 200 多项。

文体科技装备业务主要包括：智能舞台、智能座椅、灯音工程、数字场馆等核心产品的研发、智造与安装；以创新科技产品为核心的高端智能文体场馆（含智慧物联网和数字平台）、文体旅城市核心地标、泛文体综合体（多馆合一）的咨询规划、投资与建设运营等行业整体解决方案；文体旅产业策划咨询、特色文体活动（文化节、艺术节和赛事）、品牌 IP 策划推广、文化大数据及运营等服务。

数字艺术科技业务包括：通过集成、场景和商业模式的创新，为文化综合体与城市光影文化、历史文化街区复兴与夜间经济、景区提升与文化小镇开发提供形象升级、文化光影秀、沉浸式演艺空间、综合艺术水景、虚拟互动体验、艺术亮化、多媒体艺术装置等文化创意策划、产品、服务与系统解决方案。

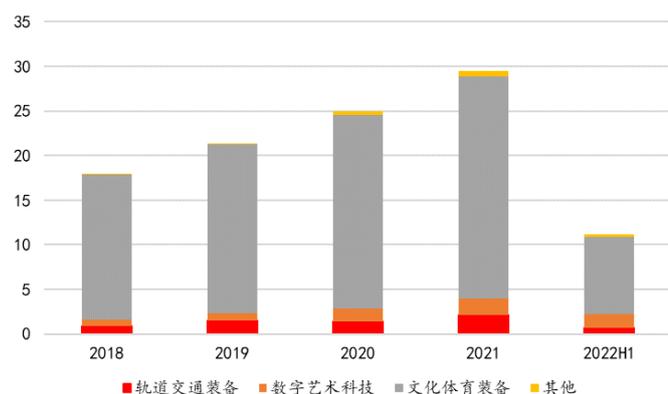
轨道交通装备业务包括：为城轨、城际、高铁、普铁车辆配套、轨道工艺设备、旅游观光车提供设计研发、系统集成产品和服务，集设计、生产、安装、售后于一体，助力交通新经济。轨道交通装备以内装为基础，以轨道座椅、铁路装备为重点发展方向，与中车长客、四方、浦镇、株机、唐容、大连机车，以及阿尔斯通、庞巴迪建立了长期的战略合作关系。

文体运营业务（其他主营业务）：主体是子公司杭州大丰文化传媒有限公司，专注于以剧院为核心的文化综合体的综合运营管理服务，打造前期规划、剧场设计、剧场装修，剧场运营，剧目内容五位一体管理模式，依托剧院平台，打造剧目演出、艺术节策展、艺术教育、艺术商业开发的全产业链公司。

公司过去已经有一些融合的项目，装备、数艺科技和运营业务的融合，这些项目偏重资产，从规划和建设环节进入，到内容策划和运营，如今夕共西溪项目，拥有所有权和运营权，未来公司计划专注于承接运营权的轻资产业务模式。典型的轻资产运营项目包括杭州金沙湖大剧院、杭州临平大剧院、义乌文化广场剧院、平阳文化艺术中心、丹江口文体中心、天长文体中心、杭州西溪 in 剧场、中蒙俄国际文化旅游节、李渔国际戏剧节、杭州国际服装周开幕活动等。

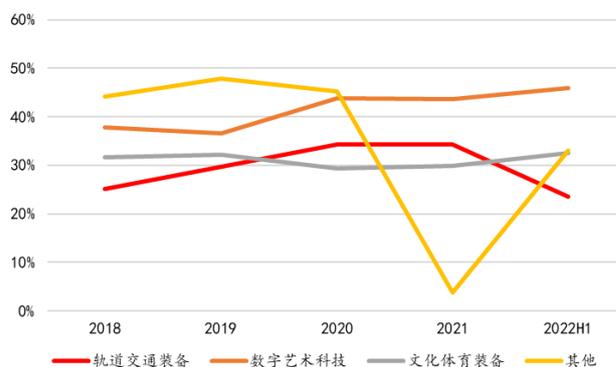
文体装备业务收入占绝大比重，数字艺术科技业务毛利率较高。公司文化体育装备收入从 2018 年的 16.26 亿元增长至 2021 年的 24.9 亿元，CAGR 为 15.26%；公司数字艺术科技收入增长迅速，从 2018 年的 0.78 亿元增长至 2021 年的 1.8 亿元，CAGR 为 32.14%；公司轨道交通装备同样增长迅速，从 2018 年的 0.86 亿元增长至 2021 年的 2.15 亿元，CAGR 高达 35.72%。从毛利率高，公司数字艺术科技毛利率较高，在 2022H1 达到 45.96%，文化体育装备为 32.59%，轨道交通装备为 23.56%。

图表2：大丰实业营收构成（亿元）



资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

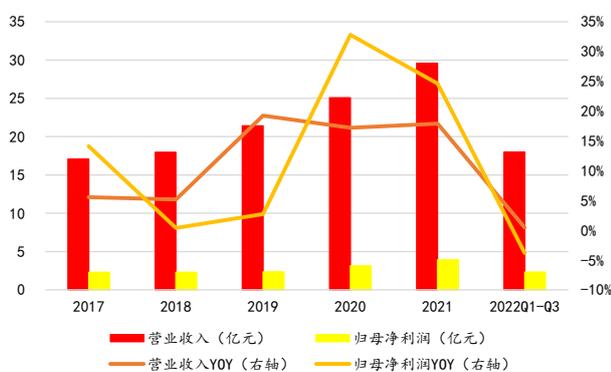
图表3：大丰实业各业务毛利率情况



资料来源：东方财富 Choice，中邮证券研究所

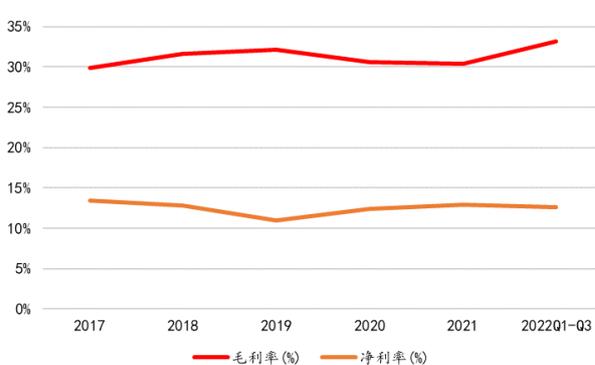
2022 年营收增速有所回落，盈利能力保持相对稳定。公司营业收入从 2017 年的 17.07 亿元增长至 2021 年的 29.59 亿元，CAGR 为 14.74%；公司归母净利润从 2017 年的 2.29 亿元增长至 2021 年的 3.91 亿元，CAGR 为 14.31%。2022 年受疫情影响，公司营收与归母净利润增速放缓，2022 年前三季度公司营收为 18 亿元，同比增长 0.45%；公司归母净利润为 2.32 亿元，同比下降 3.82%。公司盈利能力整体保持稳定，2022 年前三季度毛利率达到 33.21%，净利率达到 12.58%。今年四季度受疫情影响，以及股权激励费用和自有运营项目的折旧摊销对费用端造成短期影响，我们预计全年利润率同比或有回落。中长期来看，受益高毛利板块数亿科技的拓展，公司综合盈利能力有望回升。

图表4：大丰实业营收、归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

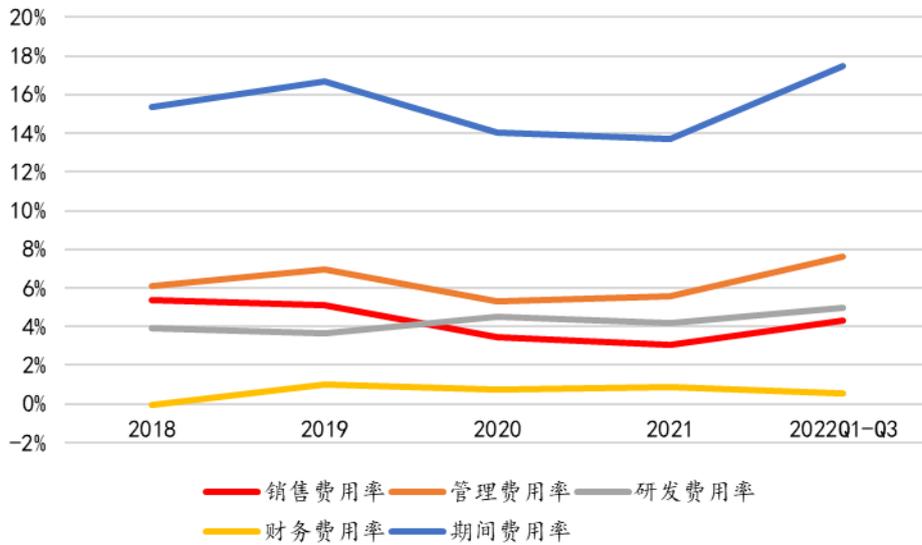
图表5：大丰实业毛利率及净利率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2022 年受疫情影响公司期间费用率略有上涨。2022 年前三季度公司期间费用率从 2021 年的 13.73% 提升至 17.47%。拆分来看，公司管理费用率由 5.57% 提升至 7.65%；公司研发费用率从 4.21% 提升至 4.95%；公司财务费用率从 0.87% 下降至 0.56%。2022 年公司期间费用率上升主要是由于，一方面装备业务受疫情影响交付期有所拉长，另一方面受运营业务部分重资产投入项目折旧和摊销的影响，盈利能力有所下滑。我们预计未来随着市场需求疫后复苏，以及重资产项目计提完成，期间费用率有望下降。

图表6：大丰实业期间费用率情况



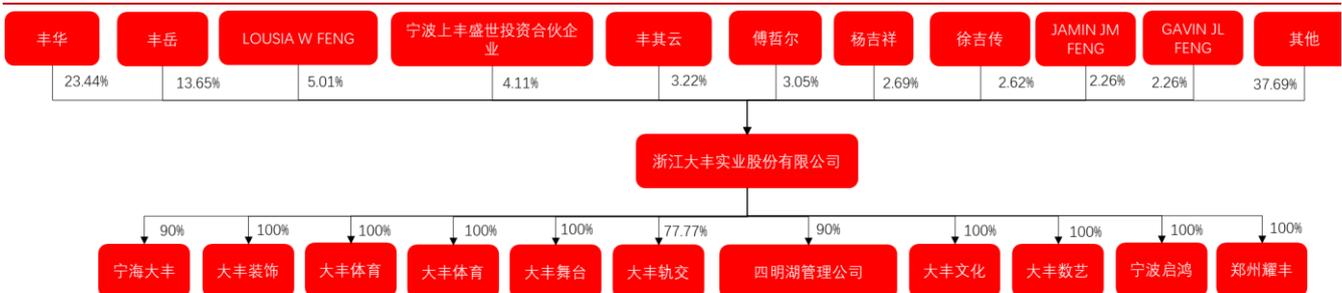
资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 股权结构较为集中，实施股权激励激发成长活力

公司股权结构较为集中，丰华家族为实际控制人。公司实际控制人为一致行动人丰华、王小红 (LOUISA W FENG)、丰嘉隆 (GAVIN JL FENG)、丰嘉敏 (JAMIN JM FENG)，其中王小红为丰华的配偶，丰嘉隆、丰嘉敏为丰华与王小红的儿子。四人直接持有公司 32.97%股份，通过宁波上丰盛世投资合伙企业持有公司 0.81%股份，共计 33.78%。公司第二大股东丰岳与丰华是兄弟关系，持有公司 13.65%股份。宁波上丰盛世投资合伙企业系公司员工激励持股平台，持有公司 4.11%股份。丰其云为丰华之叔，持有公司 3.22%股份。傅哲尔为丰岳之妻，持有公司 3.05%股份。徐吉传和杨吉祥为丰华之姑父，分别持有 2.62%和 2.69%的股份。

子公司分工明确，覆盖文体旅产业链。截止 2022H1，公司总计控股参股子公司 42 个，子公司业务包括室内外成套装饰装潢的服务；文体装备的设计、制作、安装、维修服务；轨道交通设备及配件的研发、设计、制造、安装和技术服务；舞台艺术创作服务；数字艺术科技；剧院运营；演艺、庆典活动策划等。

图表7：大丰实业股权结构（截止 2022.9.30）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

实施股权激励计划，绑定核心人员激发成长活力。2021 年公司发布股票激励计划，按 5.95 元/股向董事及高管、核心技术人员和需要激励的其他人员共计 96 人，定增授予 800 万股（占总股本 1.99%）限制性股票。公司的业绩考核目标以扣非净利润为准，要求 2021/2022/2023 年扣非净利润至少达到 3.48/4.18/5.01 亿元。

图表8：大丰实业股权激励计划

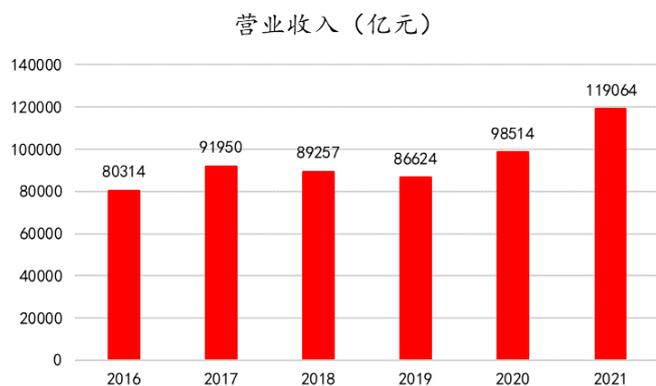
股权激励计划公布时间	具体内容	解锁限售安排	解除限售时间	对应考核年度	业绩考核目标
2021	按 5.95 元/股向董事及高管、核心技术人员和需要激励的其他人员共计 96 人，定增授予 800 万股（占总股本 1.99%）限制性股票	第一个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2021	以 2020 年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 20%
		第二个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	2022	以 2020 年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 44%
		第三个解除限售期	自首次授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	2023	以 2020 年扣除非经常性损益后的净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 72.8%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 文体装备业务受益疫后复苏，中长期受益需求下沉

2.1 文化产业发展迅速，对 GDP 贡献占比不断提升

我国文化产业发展速度较快，对 GDP 贡献不断增强。据国家统计局对全国 6.5 万家规模以上文化及相关产业企业调查结果显示，2021 年，上述企业实现营业收入 119064 亿元，较 2020 年增加了 20550 亿元，同比增长 20.86%。2021 年中国规模以上文化及相关产业企业营业收入占 GDP 的 10.41%，较 2020 年的 9.72% 增长了 0.69pct。2020-2021 年，即便是在疫情期间，文化产业收入占 GDP 的比例都是提升的。

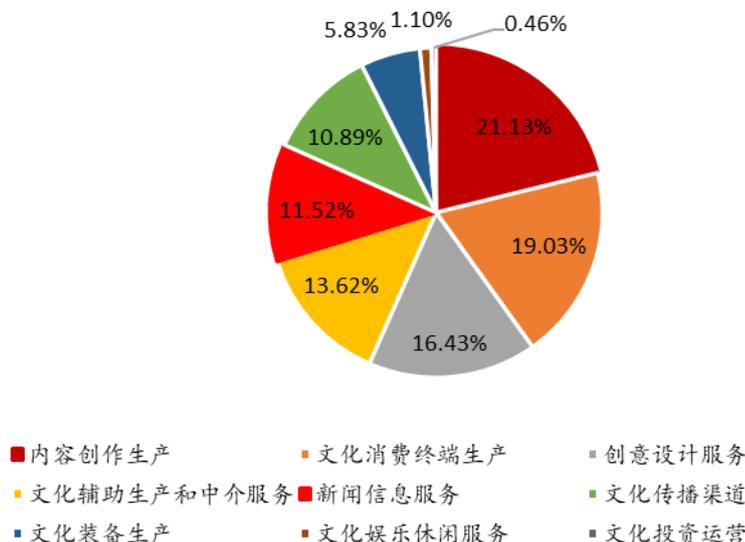
图表9：中国规模以上文化及相关产业企业营业收入统计


资料来源：国家统计局，智研咨询，中邮证券研究所

图表10：中国规模以上文化及相关产业企业营业收入占 GDP 的比例


资料来源：国家统计局，智研咨询，中邮证券研究所

内容创作是文化产业最大细分行业类别，文化装备生产占行业规模以上总收入的 5.83%，按照 2021 年规模以上文化产业收入推算，文化装备市场规模。按营收结构划分，2021 年内容创作生产营业收入占文化产业营业总收入的 21.13%，占比最大；文化消费终端生产营业收入占 19.03%；创意设计服务营业收入占 16.43%；文化辅助生产和中介服务营业收入占 13.62%；新闻信息服务营业收入占 11.52%；文化传播渠道营业收入占 10.89%；文化装备生产营业收入完成占 5.83%；文化娱乐休闲服务营业收入占 1.10%；文化投资运营营业收入占 0.46%。

图表11：中国文化产业营收结构


资料来源：国家统计局，智研咨询，中邮证券研究所

2.2 文化产业赋能乡村振兴，政策驱动文体产业发展提速

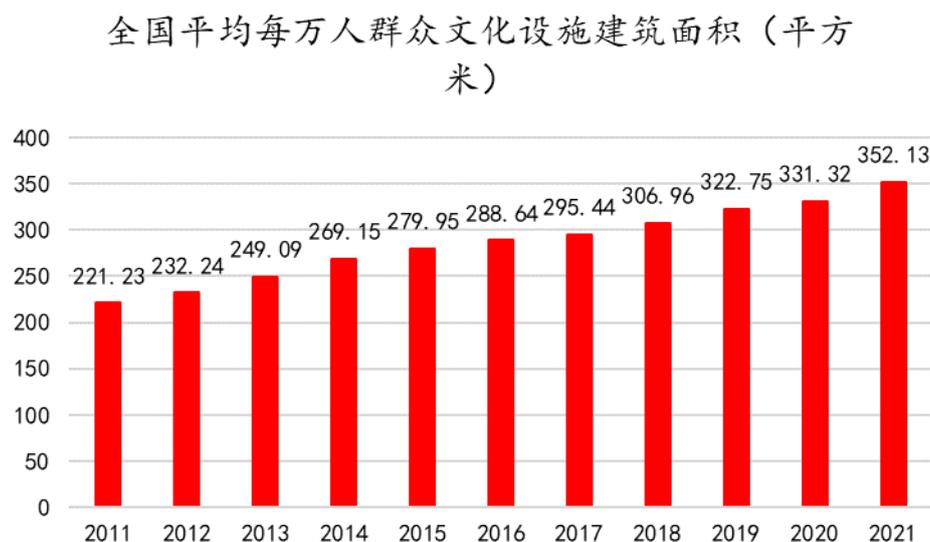
政策端关注文化产业对乡村振兴赋能，基层文化体育建设有望成为重要增量。2022 年 4 月，文化和旅游部等六部门印发《关于推动文化产业赋能乡村振兴的意见》，该意见主要为落实《中共中央、国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出的“启动实施文化产业赋能乡村振兴计划”，以文化产业赋能乡村经济社会发展。意见重点关注创意设计

赋能、演出产业赋能、音乐产业赋能、美术产业赋能、手工艺赋能、数字文化赋能、文旅融合赋能等。

乡村文体设施行业按照下游应用领域需求，其市场具体分为泛文化场馆、旅游演出市场、体育场馆市场等。文化和旅游部的《“十四五”文化产业发展规划》提到“全国各类文化设施数量（公共图书馆、文化馆站、美术馆、博物馆、艺术演出场所）达到 7.7 万，文化设施年服务人次达到 48 亿。推进长城、大运河、长征、黄河等国家文化公园建设。”“十四五”期间国家大力支持发展旅游演艺、国家文化公园、博物馆、图书馆、版图馆等各类项目，此类泛文化场馆的普及将成为未来五年文化产业建设的主旋律。同时泛文化类场馆的含义越来越丰富，图书馆、博物馆、规划馆等类型成为下一阶段的热点，场馆(如电竞馆、多功能文体馆等等)对于功能的要求也越来越多样。

人均文化设施建筑面积稳定增长，提升空间较大。全国平均每万人群众文化设施建筑面积从 2011 年的 221.23 平方米增长到 2021 年的 352.13 平方米，CAGR 达到 4.75%。2021 年末，全国共有群众文化机构 43531 个，其中乡镇综合文化站 32524 个。

图表12：全国平均每万人群众文化设施建筑面积



资料来源：文化和旅游部，中邮证券研究所

文艺表演行业呈现较快增长态势，文艺表演场馆数量稳定增长。数据显示，我国艺术表演场馆数由 2016 年的 2285 个增长至 2021 年的 2910 个，复合年均增长率达 4.95%，预计 2022 年我国艺术表演场馆数将达 3033 个。

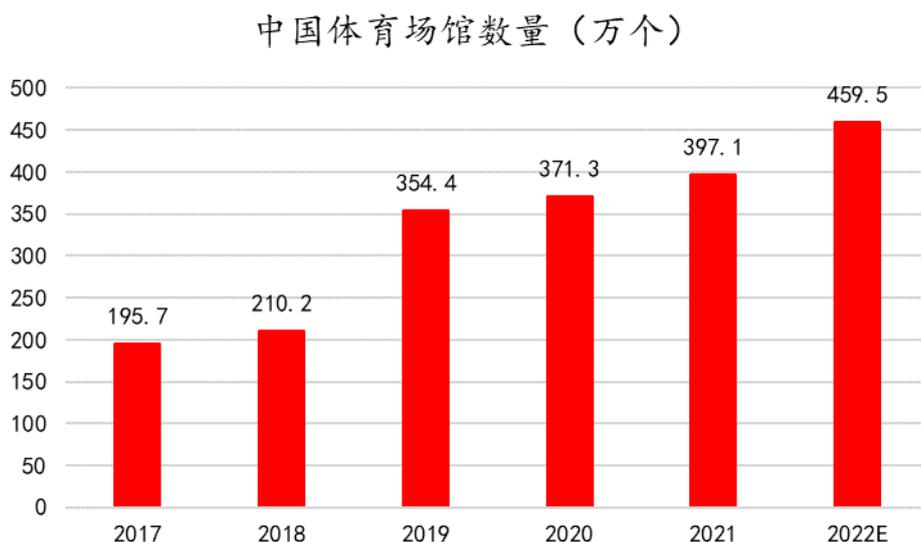
图表13：中国文艺表演场馆数量


资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

体育行业有望保持稳健发展。《全民健身计划（2021-2025 年）》将体育场地设施建设摆在突出位置，为体育装备市场带来新的机遇。同时国内城市积极承办国际、洲际各大单项赛事与综合性运动会，新场馆建设、老旧场馆改造，对体育场馆装备的需求也将增多。国家对青少年体质的关切与“双减”政策的落地将大量增加学校对场馆设施改造和提升的需求；人民群众对体育活动的需求融入街道、社区和村镇，将进一步扩体育场馆装备的市场空间。

我国体育场馆正逐渐对外释放管理权限，以托管/合作模式运营的场馆逐渐增加。《国务院关于加快发展体育产业，促进体育消费的若干意见》（国发〔2014〕46 号）提出，到 2025 年我国体育市场规模将达到 5 万亿元，以美国体育产业结构中体育场馆运营占 7% 计算，届时我国场馆运营市场规模将达到 3500 亿元。随着我国体育产业结构的不断优化，大众健身场馆的增加，市场化运营挖掘出更大消费需求，场馆运营服务在体育产业中的占比有望进一步增加。民营资本进入和市场化运营将会给体育场馆带来新的发展机遇，促使产业进入新一轮的快速发展期。

中国体育场馆数量逐年增长。得益于国家体育产业政策的支持、群众健康理念和体育消费意识的逐渐提升，我国体育产业快速发展，体育赛事活动举办频率越来越高，举办规模越来越大。数据显示，2021 年我国体育场馆数量达 397.1 万个，预计 2022 年将达 459.5 万个。

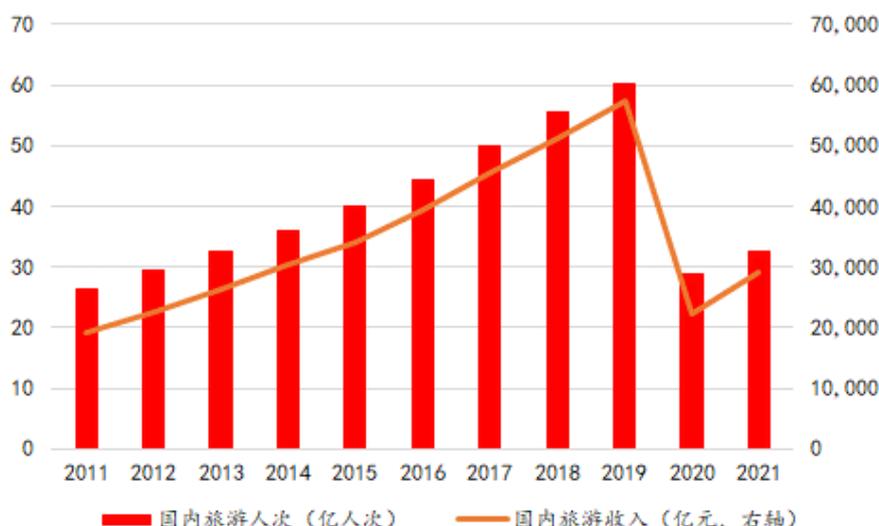
图表14：中国体育场馆数量


资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

文体设施产业集中度相对较高，头部企业具备优势。文体和演艺设备对系统性、完整性、安全性要求较高，主营业务收入或资产规模排名较前的企业，大多具备研发设计与系统集成能力较强或劳动密集型产品生产规模较大的特点。目前，该行业已经呈现市场向优势品牌企业集中的趋势，主营业务收入排名较前的企业占据了大部分的市场份额。目前行业内少数公司已经在品牌、技术、人才等方面脱颖而出，逐步形成设计、生产、工程安装、售后一体化的模式。部分公司已拥有基材加工基地，工程安装团队等，该类公司资源配置不断优化，生产规模、技术装备、产品质量、售后服务、营销理念和管理方式等基本上已与国际先进水平接轨。这些企业竞争力较强，促进整个行业进一步提升产品的内在品质和国际竞争力。

2.3 科技赋能乡村旅游发展，助力旅游行业加快复苏

旅游行业受疫情影响较大，疫情后需求有望复苏。2011年至2019年国内旅游人次从26.41亿人次增长到60.06亿人次，国内旅游收入从19305亿元增长至57251亿元。2020年受到疫情冲击，国内旅游人次下降至28.79亿人次，国内旅游收入下降至22286亿元，2021年虽然两项数据都有上涨但与2019年相比仍有较大差距。2023年作为疫情放开后首年，旅游行业复苏值得期待。

图表15：国内旅游发展情况


资料来源：文化和旅游部，中邮证券研究所

乡村旅游得到政策关注，本地特色演艺节目有望分享区域发展概念红利。2021年发布的商务部等17部门关于加强县域商业体系建设促进农村消费的意见中提到提升县域文旅服务功能。具体包括鼓励文旅、民俗等资源丰富的乡镇推动商旅文娱体等融合发展，吸引城市居民下乡消费。鼓励客栈酒店提供文旅服务，配合全国乡村旅游重点村镇、全国优选乡村民宿名录和森林景区建设，发展乡村民宿、自驾车旅居车营地、木屋营地、帐篷营地等，完善生活服务配套设施，提升服务水平。合理开发利用农耕文化遗产，培育乡村特色文化产业，建设一批特色文化产业村镇和文化产业群。推出一批休闲农业和乡村旅游精品路线，打造乡村休闲旅游聚集区，建设美丽休闲乡村和全国休闲农业重点县。创新举办特色农事节庆活动，发展会展经济，促进特色农产品销售。

文化和旅游部印发的《“十四五”文化和旅游发展规划》对乡村旅游以及科技赋能提出了更多细化要求与发展目标。具体情况如下：

推进区域城乡文化产业协调发展。加强区域间、城乡间文化产业发展的统筹协调，鼓励各地发挥比较优势，推动形成优势互补、联动发展格局。围绕国家重大战略，发展京津冀、粤港澳大湾区、长三角、成渝双城等文化产业群和黄河、长江、大运河等文化产业带。加强国家文化产业创新实验区、国家级文化产业示范园区（基地）的规划建设和管理，引导区域间文化产业园区结对帮扶，辐射带动区域文化产业发展。推动文化产业发展融入新型城镇化建设，大力发展乡村特色文化产业。统筹发达地区和欠发达地区文化产业发展，鼓励区域间开展多种形式的文化产业合作。

加强乡村旅游精品建设。推出一批文化内涵丰富、产品特色鲜明、配套设施完善、环境美好宜居、风俗淳朴文明的全国乡村旅游重点村镇，培育一批全国乡村旅游集聚区。

构建以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的文化和旅游科技创新体系。认定和建设一批文化和旅游部重点实验室和技术创新中心、国家旅游科技示范园区，强化公共服务和科技

支撑能力，形成上下游共建的创新生态。推动文化和旅游领域科技研发和成果转化，实施一批科技创新重点项目。推动在国家重点研发计划中的文化和旅游相关项目实施。

加强文化和旅游装备行业研究。支持开展基础技术研发，提升企业设计制造水平，逐渐形成国产装备的核心竞争力。强化新技术、新材料在文化和旅游装备制造中的应用。大力发展演艺、公共文化、游乐游艺、旅游新业态等领域相关装备制造业，推进产业融合、集群发展，增强装备技术供给能力。

3 数艺科技和运营业务拓展加快，有望成为新增长极

3.1 公司装备业务基础强，文体旅产业一体化延伸拓展

公司装备业务实力雄厚，是最早开创剧场设备集成模式的设备供应商，在剧场设计和集成交付方面有丰富的经验和较强的专业实力，基于在文化装备行业的深耕，公司积累了对文体旅行业运营和创意策划的深入理解，战略上将延伸布局文体旅行业从设计到装备集成再到内容策划和运营的一体化业务领域。公司最早开创了剧场设备集成的业务模式，通过多个集成项目的实践，已探索出一套集成项目设计与管理经验，并从中总结出集成项目设计管理的重点和难点以及提高改进的方向，拥有舞台机械、灯光音视频、智能化、座椅看台、装饰幕墙等专项设施及整体解决方案的集成能力。同时公司资金实力雄厚，品牌美誉度、知名度高，在各地地方政府、业主、总包、各大设计院都有良好的信誉，拥有丰富的产业资源，具备将上游优质供应商、中游合作伙伴、下游广泛的客户群体等产业链资源聚合的能力，是全球行业优质资源整合引领者。公司承接多项国内外重大文体项目，大型项目经验丰富。2021 年公司成功交付北京冬奥会开幕式的火炬地面核心装置和冬奥会 75%有观众席场馆的座椅系统，其中北京赛区的所有比赛场馆座椅系统均由大丰提供。国际项目上，公司参与了雅典奥运会、南非世界杯、美国、韩国 F1 等国际体育场馆的建设。

图表16：北京冬奥会火炬地面核心装置有公司提供



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司业务规模保持稳定增长，订单较为充裕疫后业绩有望释放。2021 年以来，受益于建党百年等项目的交付，2021 年公司实现营业总收入 29.59 亿元，同比增长 17.91%，业务规模保持稳定增长；截至 2022 年 3 月末，文体科技装备和数字艺术科技业务已签订合同但未确认收入的订单金额为 36.32 亿元。2022 年受疫情影响各地文体设施招标和开工放缓，导致当前收入端有下降压力，但未完成的订单较多，在手订单充裕，2023 年有望实现较高的交付比例，疫情放开后业绩有望迎来较快释放。

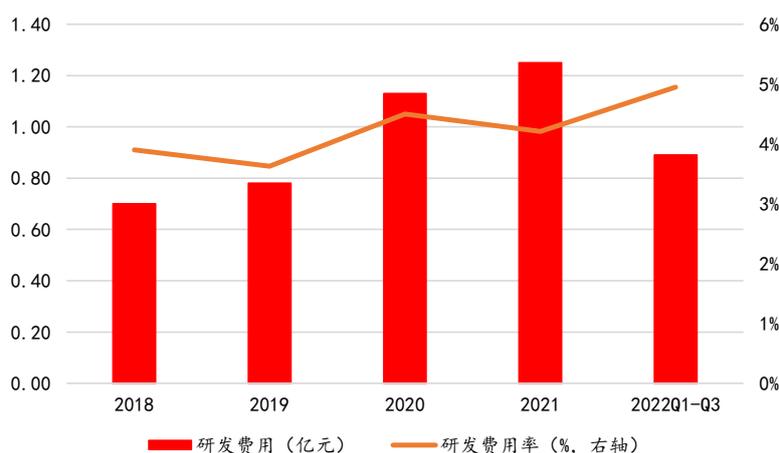
图表17：公司历年订单和收入情况

项目		2019	2020	2021	2022Q1
文体科技装备	签约金额	24.36	26.77	27.22	3.93
	确认收入金额	18.85	21.75	24.9	3.24
数字艺术科技	签约金额	1.27	1.33	4.94	-
	确认收入金额	0.86	1.4	1.8	0.9

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司专业技术优势明显。公司的舞台机械与电气控制业务，由于起步早、重视程度高、累计投入大，经过多年的积累沉淀，专业技术优势明显，重特大舞台项目和高难度设备装置的设计能力，在行业内具备较强的竞争力。拥有行业领先的技术创新团队、浙江省重点企业研究院、国家级博士后科研工作站，拥有“演艺装备与服务领域”首家国家企业技术中心和国家级工业设计中心，公司主导制定 15 项国家和行业标准，累计获得专利 1000 多项，其中发明专利 190 多项，多项专利填补国内外空白；自主研发的控制系统通过 SIL3 安全认证，为国内首个通过此认证的舞台控制系统。

图表18：公司研发投入情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

国务院常务会议将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围，有望刺激文体旅游设备的更新需求。2022 年 10 月 26 日召开的国务院常务会议提出要针对有效需求不足的矛盾，推动扩投资促消费政策加快见效。一是财政金融政策工具支持重大项目建设、设备更新改造，要在四季度形成更多实物工作量。相关协调机制要持续高效运转，推动项目加快开

工建设,确保工程质量。对未按时开工的,调整资金用于新项目。支持民间投资参与重大项目。加快设备更新改造贷款投放,同等支持采购国内外设备,扩大制造业需求并引导预期。二是促进消费恢复成为经济主拉动力。重大项目建设、设备更新改造要注意与扩消费结合,扩大以工代赈以促就业增收带消费,将中小微企业和消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围。

3.2 数艺科技业务增长迅速,文体+旅完善版图布局

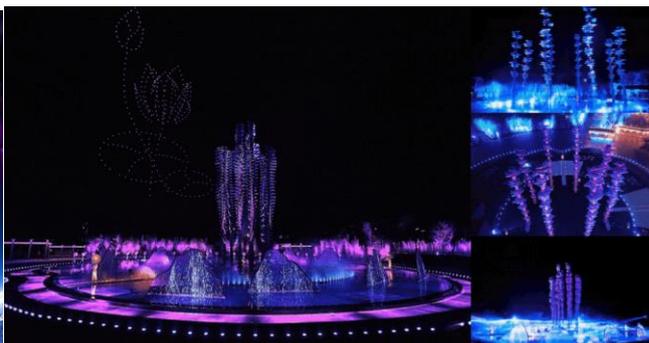
公司数字艺术科技业务主要为运用增强现实(AR)、虚拟现实(VR)、混合现实(MR)、全息、裸眼3D、智能、光影、音效、互动等国际前沿手段,为客户提供策划、创意、导演、设计、建设、运营、管理等整体集成解决方案和专业化定制式服务。

公司数艺科技已成功在多项国内外重要活动运用。数艺科技业务范畴围绕城市更新与城市文化综合体、城市型文旅融合与夜间经济、景区型文旅融合与景区提升这三大业务领域。公司参与过的重大项目包括雅加达亚运会——“杭州时间”智能舞屏、国庆70周年大典浙江彩车、无锡“拈花一笑”等。

图表19: 雅加达亚运会——“杭州时间”智能舞屏



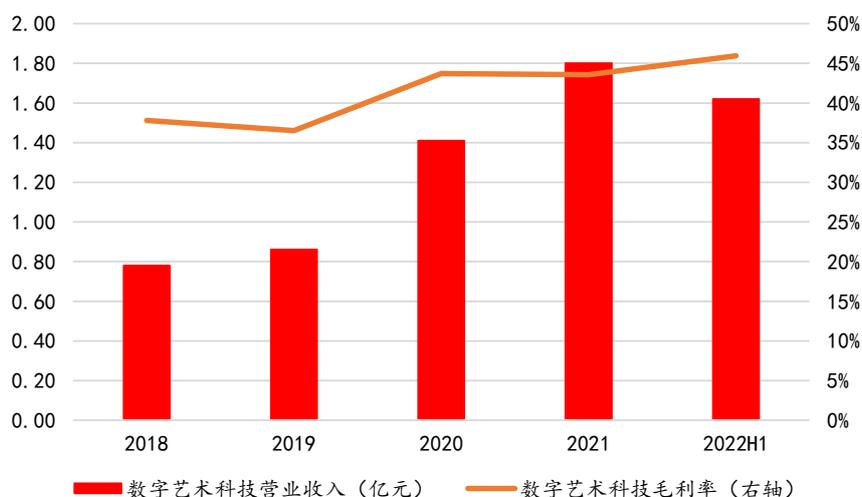
图表20: 无锡“拈花一笑”



资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

公司数字艺术科技业务营收迅速增长, 盈利能力较强。公司数字艺术科技业务从2018年的0.78亿元增长至2021年的1.8亿元, CAGR高达32.14%, 2022H1公司数艺科技业务营收达到1.62亿元, 同比增长538%。同时公司数艺科技业务整体毛利率水平较高, 2022H1达到45.96%。

图表21：公司数艺科技业务营收及毛利率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

数艺科技新设展览展示团队，布局城市文化数字化体验空间业务。目前国内展览展示行业正在发展期，总产值保持较快增长，有着巨大的潜在市场业务。目前各大展馆项目正在向数字多媒体展览展示转型，数艺多媒体及沉浸式体验在行业内的要求正逐步提升及加强。大丰数艺科技作为专注于数字化及沉浸式体验的企业，将在城市文化数字化体验空间业务中具有巨大的优势及发展潜力，公司新设数字化展示团队，在未来的城市文化数字化体验空间业务中，将继续加快补充及培养专业数字化人才，提升业务能力。

中标海口市国际免税城项目，在文旅新消费场景实现重大突破。公司2021年中标海口市国际免税城项目（地块五）主题中庭施工工程，中标金额为2.33亿元。公司此次项目中标，让公司业务场景从传统的剧院剧场、体育场馆，延伸到了夜游、文旅演艺、（室内外）公共文化空间、商业综合体等不断更新的文化场景中。公司此次与中免集团联合，以数艺科技板块为切入口，通过数字艺术演绎、科技智造装备、系统研发集成的融合驱动，在商业空间中注入文旅能量，打造突破两个行业的文商旅消费新场景。

3.3 切入泛文化综合体运营市场，全产业链快速打通

公司向泛文化综合体运营市场切入。大丰实业子公司大丰文化传媒设有场馆运营公司，结合子公司云娱智慧科技有限公司提供的大数据、物联网平台，已逐步建立了多地经营大剧院的成功经验，经纪业务健康发展，正向市场空间更为广阔的多馆合一的泛文化综合体运营市场进行拓展。公司参与过的典型案例包括杭州金沙湖大剧院、杭州临平大剧院、义乌文化广场剧院、平阳文化艺术中心、丹江口文体中心、天长文体中心、杭州西溪 in 剧场。中蒙俄国际文化旅游节、李渔国际戏剧节、杭州国际服装周开幕活动等。

图表22：杭州金沙湖大剧院

图表23：杭州临平大剧院


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

完善产业链，打造“文体旅创新科技+文体旅赋能服务”双轮驱动。公司在强化解决方案与核心科技装备的前提下完善产业链，逐步向文体旅赋能延伸，实现由文体旅科技装备整体解决方案解决商向集文体旅创新科技和赋能服务合一的平台企业转变，持续锤炼泛文体场馆、景区街区、全域旅游与城市形象塑造的策划运营能力，布局长期稳定的服务型收入。2021 年公司中标杭州金沙湖大剧院约 8,000 万元运营服务，2022H1 公司中标温州高新文化广场运营服务项目。未来，公司将继续以城市为单位，积极拓展城市公共文体旅地标的运营权，实现场馆联动、营销联动、宣传联动、内容联动的矩阵效应。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

文体装备业务：短期受益疫情后文体行业开工和招标加快，中长期受益扩内需战略背景下行业发展提速，文体行业赋能乡村振兴，文体设施需求下沉，文体行业景气度有望提升。我们预计公司 2023-2025 年文体装备业务收入增速分别为 35%、20%、20%，毛利率分别为 30.2%、30.4%、30.6%，装备业务盈利能力有望稳步提升，主要是考虑到传统应用场景盈利能力稳定，新拓展泛文化领域数字化升级带来盈利改善空间。

数艺科技和运营业务：数艺科技和运营业务是公司在文体旅板块全产业链打通的横纵向延伸，短期受益疫情后各地商演和旅游项目增多，长期受益消费升级趋势，行业保持高景气增长态势，公司依托装备主业的协同优势和项目积累经验，快速切入到新业务领域，市占率有望快速提升。我们预计 2023-2025 年数艺科技业务收入增速分别为 30%、45%、45%，运营业务收入增速分别为 57%、100%、50%。

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 28.82 亿、38.85 亿、49.30 亿，同比增速分别为-2.57%、34.78%、26.89%，实现归母净利润 3.35 亿、5.44 亿、7.42 亿，同比增速分别为-14.3%、62.3%、36.5%。

4.2 相对估值

公司从大丰 1.0 快速迈入大丰 2.0 时代，本质上是从文体装备行业进入到文体旅行业的全产业链横纵向拓展，横向是板块的拓展，从文体行业延伸到旅游板块，同时顺应消费升级趋势，行业迎来数字化变革，泛文化领域的消费场景增多，纵向是产业链的延伸，由场馆设计和装备集成向内容策划和运营全产业链延伸，所以我们看到公司的诸多业务是文体旅融合的，公司既有文化场馆和旅游项目的运营，也有文体和旅游行业的科技装备交付。我们选取浩洋股份、风语筑、锋尚文化、宋城演艺作为对标公司，公司装备业务对标浩洋股份，在舞台机械业务方面有相似之处，在商业模式和下游市场方面存在差异；数艺科技、运营业务对标风语筑、锋尚文化、宋城演艺，公司未来将进行文体旅行业装备和内容策划以及运营的全面打通。以上对标公司 2022 和 2023 年对应 PE 分别为 131 倍和 25 倍，均显著高于公司估值，公司 2022-2023 年对应 PE 分别为 17 倍，11 倍，同时考虑到文体旅行业疫后复苏，政策驱动下长期景气度的回升，以及公司在深耕装备主业的基础上积极进行文体旅全领域、全产业链的延伸拓展，长期成长空间广阔，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表24：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值(亿)	收盘价	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300833.SZ	浩洋股份	78.13	92.65	1.61	4.87	6.15	7.79	57.46	19.04	15.07	11.90
603466.SH	风语筑	93.12	15.56	1.20	0.24	0.66	0.81	12.97	65.82	23.63	19.13
300860.SZ	锋尚文化	74.21	54.04	0.67	0.54	2.81	3.42	80.66	100.65	19.21	15.81
300144.SZ	宋城演艺	379.13	14.50	0.12	0.04	0.35	0.52	120.33	338.00	41.31	27.66
	平均			0.90	1.42	2.49	3.14	67.85	130.88	24.80	18.62

资料来源：中邮证券研究所；注：预测数据取自 wind 一致预期，截止日期 2023.2.7

5 风险提示

数艺科技业务拓展不及预期风险、运营业务拓展不及预期风险、疫情反复风险、行业竞争加剧风险、政策变动风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	2959	2882	3885	4930	营业收入	17.9%	-2.6%	34.8%	26.9%
营业成本	2058	1951	2622	3296	营业利润	25.4%	-16.4%	61.9%	36.4%
税金及附加	19	19	25	32	归属于母公司净利润	24.6%	-14.3%	62.3%	36.5%
销售费用	91	124	155	195	获利能力				
管理费用	165	219	245	301	毛利率	30.4%	32.3%	32.5%	33.1%
研发费用	125	143	175	222	净利率	13.2%	11.6%	14.0%	15.1%
财务费用	26	22	27	26	ROE	15.0%	11.7%	15.9%	17.9%
资产减值损失	3	-10	-10	-10	ROIC	8.2%	8.3%	11.2%	12.9%
营业利润	460	384	622	848	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	62.7%	56.8%	61.4%	55.0%
营业外支出	4	3	3	3	流动比率	1.62	1.96	1.68	1.99
利润总额	457	382	620	846	营运能力				
所得税	74	53	87	118	应收账款周转率	2.28	2.29	2.30	2.29
净利润	383	328	533	728	存货周转率	10.58	11.30	11.44	11.48
归母净利润	391	335	544	742	总资产周转率	0.48	0.42	0.50	0.54
每股收益(元)	0.95	0.82	1.33	1.81	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.95	0.82	1.33	1.81
货币资金	1190	1520	1707	2441	每股净资产	6.38	7.00	8.32	10.13
交易性金融资产	414	464	514	564	估值比率				
应收票据及应收账款	1578	974	2440	1914	PE	15.95	18.62	11.47	8.40
预付款项	54	51	68	86	PB	2.39	2.18	1.83	1.50
存货	310	201	479	380	现金流量表				
流动资产合计	4220	3854	6089	6466	净利润	383	328	533	728
固定资产	279	241	205	171	折旧和摊销	52	41	42	42
在建工程	176	176	176	176	营运资本变动	-841	45	-381	-28
无形资产	145	146	146	147	其他	48	75	71	66
非流动资产合计	2898	2861	2826	2792	经营活动现金流净额	-358	490	264	808
资产总计	7118	6715	8915	9257	资本开支	-237	-6	-8	-10
短期借款	228	228	228	228	其他	-49	-38	-34	-30
应付票据及应付账款	1514	902	2346	1737	投资活动现金流净额	-286	-45	-42	-40
其他流动负债	870	833	1055	1279	股权融资	50	0	0	0
流动负债合计	2613	1963	3629	3245	债务融资	1037	0	0	0
其他	1848	1848	1848	1848	其他	-138	-116	-34	-34
非流动负债合计	1848	1848	1848	1848	筹资活动现金流净额	949	-116	-34	-34
负债合计	4461	3812	5478	5093	现金及现金等价物净增加额	305	329	188	734
股本	409	409	409	409					
资本公积金	525	525	525	525					
未分配利润	1425	1628	2090	2721					
少数股东权益	44	37	26	12					
其他	254	304	386	497					
所有者权益合计	2657	2904	3437	4164					
负债和所有者权益总计	7118	6715	8915	9257					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048